



知识产权资产评估促进工程系列丛书

世纪畅优 发“15185”到
106900292251
成为世纪畅优会员，可阅读更多图书，获得增值在线课程(教学资源)

价值评估指南

来自顶级咨询公司从业者的价值评估技术

The Valuation Handbook

Valuation Techniques from Today's Top Practitioners

(美) 罗利·托马斯 (Rawley Thomas) 编
本顿·E·格普 (Benton E.Gup)

国家知识产权局专利管理司 组编

中央财经大学资产评估研究所, 中和资产评估有限公司 译



电子工业出版社

PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY

<http://www.phei.com.cn>

知识产权资产评估促进工程系列丛书

价值评估指南

来自顶级咨询公司从业者的价值评估技术

The Valuation Handbook

Valuation Techniques from Today's Top Practitioners

(美) 罗利·托马斯 (Rawley Thomas) 编
本顿·E·格普 (Benton E.Gup)

国家知识产权局专利管理司 组编

中央财经大学资产评估研究所 中和资产评估有限公司 译

北京·BEIJING

Rawley Thomas and Benton E. Gup: The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners

ISBN: 978-0-470-38579-1

Copyright © 2009 by Rawley Thomas and Benton E. Gup

All rights reserved. This translation published under John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder. Simplified Chinese translation edition. Copyright 2012 by Century Wave Culture Development Co-PHEI.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons, Inc. 授权电子工业出版社独家出版发行。未经书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何内容。

版权贸易合同登记号 图字：01-2010-4306

图书在版编目 (CIP) 数据

价值评估指南：来自顶级咨询公司及从业者的价值评估技术/ (美) 托马斯 (Thomas, R.)，(美) 格普 (Gup, B. E.) 编；国家知识产权局专利管理司组编；中央财经大学资产评估研究所，中和资产评估有限公司译。—北京：电子工业出版社，2012.3

(知识产权资产评估促进工程系列丛书)

书名原文：The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners

ISBN 978-7-121-15185-9

I. ①价… II. ①托… ②格… ③国… ④中… ⑤中… III. ①资产评估—指南
IV. ①F20-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 238978 号

策划编辑：晋 晶

责任编辑：晋 晶

文字编辑：王 璐

印 刷：北京市顺义兴华印刷厂

装 订：三河市双峰印刷装订有限公司

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本：720×1000 1/16 印张：33.75 字数：780 千字

印 次：2012 年 3 月第 1 次印刷

定 价：108.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：(010) 88254888。

质量投诉请发邮件至 zllts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线：(010) 88258888。

■ 专家指导委员会 ■

主任委员：贺 化 国家知识产权局副局长

副主任委员：马维野 国家知识产权局专利管理司司长
刘 萍 中国资产评估协会副会长、秘书长

委 员：韩秀成 国家知识产权局办公室副主任
曹冬根 国家知识产权局专利管理司副司长
毛金生 国家知识产权局知识产权发展研究中心主任
郭明生 河南省知识产权局局长
刘玉平 中央财经大学资产评估研究所所长
汪海粟 中南财经政法大学 MBA 学院院长
杨志明 中和资产评估有限公司董事长
王双龙 国家知识产权局专利管理司市场管理处处长

总序

“十二五”时期是世界大发展、大变革、大调整的重要时期，全球资源和市场的竞争正在不断加剧，世界范围内知识产权制度的重要性日益突出。知识产权已经成为国家发展的核心战略性资源，国家竞争力越来越体现为对知识产权的拥有和运用能力。面对复杂多变的国际形势和日趋激烈的国际竞争，党和政府高度重视知识产权工作，坚定不移地实施国家知识产权战略，大力完善知识产权法律制度，加大知识产权保护力度，不断提升知识产权管理和运用能力。知识产权工作对加快经济发展方式转变的重要支撑作用逐步显现，呈现出与经济社会发展全面融合的良好发展态势。我们深刻认识到，加快发展知识产权服务业，构建功能齐全、服务主体多元化的知识产权服务体系，是促进经济发展方式转变、增强产业国际竞争力的重要途径。

近年来，为实现《国家知识产权战略纲要》有关“促进自主创新成果的知识产权化、商品化、产业化，引导企业采取知识产权转让、许可、质押等方式实现知识产权的市场价值”的战略重点，国家知识产权局会同财政部指导和规范知识产权无形资产评估工作，充分发挥资产评估促进知识产权价值实现、推动自主创新的重要作用，共同实施了知识产权资产评估促进工程。在此推动下，知识产权评估服务业发展迅速，评估机构的执业水平和社会公信力进一步提高。但从总体上来看，知识产权评估行业的专业服务能力仍与经济社会发展的要求不相协调，远不能满足社会需求。专利等无形资产的评估理论研究和技术创新不足，已成为制约行业发展的主要障碍之一。

为进一步拓宽知识产权评估行业的国际视野，充分借鉴国外同行的执业理念和评估方法，加强知识产权评估行业能力建设，国家知识产权局近期遴选引进了部分国外优秀的知识产权资产评估著作，组织编译了这套涵盖知识产权价值评估原理、方法、工具和案例的“知识产权资产评估促进工程系列丛书”。本套图书在电子工业出版社的紧密配合下得以顺利出版，并得到了全国知识产权行政管理部

门、高等院校、专业机构及业内知名专家的积极响应。

我们衷心地希望本套丛书的出版，能够为我国知识产权资产评估行业的科学发展提供有益的借鉴，并进一步完善我国知识产权资产评估的理论与实践，使其更好地为实施国家知识产权战略、建设创新型国家服务。

贺化

译者序

价值评估（英语中的“Valuation”或“Appraisal”），是指对某项权利进行的价值评定，价值评估的理论是应用经济学中一个分支。英国科学家 William Thomson (1824—1907) 提出：“当你在讲解和表达某一事物能以数字计量时，则说明你对这一事物有所了解；而当你不能（或不可以）计量这一事物，或者当你不能（或不可以）以数字表达这一事物时，那么你对这一事物的了解还是较单薄的和不能完全使人满意的。”价值评估能够使人们对经济学中的标的物具备更深切的了解。

此外，价值评估具有很强的实用性，其广泛地应用于各个经济领域，如金融、资产交易、企业管理、经济咨询、税赋和技术经济分析等。价值评估的 4 个标的是不动产、动产、企业和无形资产。全世界价值评估业务量最大的是不动产的价值评估，而该价值评估中最多的业务是企业会计报告进行的价值评估和为不动产抵押贷款进行的价值评估。而对于企业，除其产权交易之外，其股票定价、资产管理和会计工作中各种资产的公允价值计量，都应用价值评估的理论。

本书是关于企业价值评估的论述，但其主要讲的是企业股票价值的评估，即股票定价。而股票定价与不以股票价值为价值评估结果的企业整体价值的评估或其股权价值的评估，在理念与方法上都是很不相同的。

本书的作者们，有许多是美国一流的专家与学者。本书大部分章节的重心都是股票的定价。当然，即使是股票定价，也存在着大量的价值评估模型和技术，存在着许多设定和参数。而每一种股票定价的模型和技术都有其本身的强项和弱项，它们之间不能互相替代。

本书中多次提到了“内在价值”这一价值类型。这一价值类型基本上是在股票定价中使用的。而上述不以股票价值为最终结果的企业整体价值评估，最经常应用的是“公允价值”这一价值类型。

在本书中，第 6 章论述的是企业财务分析中的价值评估工作。作者倡导采用价值模型进行企业的财务分析工作。

第 16 章与第 17 章是关于小型医疗诊所与牙科诊所的非股票的企业价值评估，在美国，这样的小微企业与会计事务所、律师事务所合称为“专业服务机构”

(Professional Practices)。其包括经营人员在内的执业人员都具备一定的专业资质。但是，这些专业服务机构与制造业企业和其他服务业企业的性质是极不相同的。至于一般制造业与服务业的非股票价值评估，本书还未予以专门的讨论。

第 18 章是关于企业股权缺乏销售性和流动性时折价的讨论。这对于股票定价与不以股票价值为最终结果的企业股权价值评估，都是一个热门话题，非常值得研究。

第 19 章将企业股东财富的增加与人力资本联系在了一起，其内容很值得企业的人力资本管理者们参考。

本书内容还涉及无形资产计量与股票定价关系。根据国内一些专业人士的研究，在大多数情况下，我国企业无形资产与股价呈显著正相关，表明投资者在对股票定价时利用了较多的无形资产信息。希望本书的引进出版，对我国的监管部门、投资者和上市公司都有一定的借鉴意义。

本书由中央财经大学资产评估研究所和中和资产评估有限公司翻译，由于本书内容博大精深，翻译时难免挂一漏万，欢迎广大读者来信指出和探讨。

周叔敏

价值评估的重要性

由于巨额的金钱和财产从一方转移至另一方时，价值评估是做出决定的依据，因此，价值评估是非常重要的。

人们为什么要进行企业价值评估？其用途是什么？下面提供了一份并不完整的简略的用途清单。

- 购买或出售一家上市公司的股票。
- 购买或出售一家非上市公司的股票。
- 确定政府应获得多少财产税。
- 处理离婚财产。
- 解决因持少数股份股东要求退股而引起的争议。
- 为财务报告提供价值依据。
- 确定企业高级管理人员、部门经理或业务经理、一般员工兼股东的报酬。
- 决定是否继续企业的战略规划和（或）较重要的投资机会。
- 在企业的购买或出售活动中提供公正的评价。

价值评估的挑战：应用哪一种方法

大体上，企业价值评估的方法可以分为两大类。

- 依赖企业股票的市场报价。
- 运用传统的专业知识获得评估项目的全部数据。

第二类又可以进一步划分为 3 个子类。

- 参照一组可比企业的数据，评估目标企业的价值。
- 要求具备经验或采用精当的技术，如对现金流量进行折现。
- 运用多元回归法或专家价值评估系统。

本书表明，这两大类之间和第二类的 3 个子类之间的划分界限在实际操作中

是比较模糊的。如图 0-1 中所示，可能存在多种评估价值，这些价值体现的是企业价值评估的不同意图。

- 非上市公司的少数股份权益，因缺乏市场流动性而折价。
- 整体出售给战略性购入方的业务，包含了购入方所期望的获得协同效应或重组机会的控股溢价。
- 对于上市公司的少数股份权益，通常情况下既无折价也无溢价。

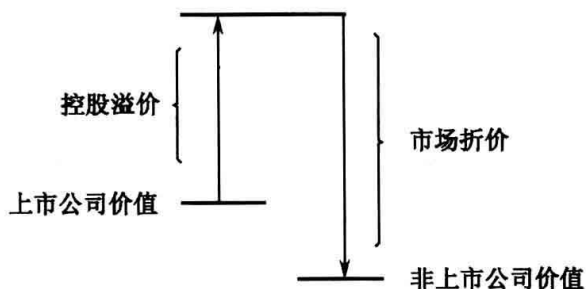


图 0-1 价值评估的目标

价值评估的操作者简直是魔术师，他们使用所有可能的方法——折现现金流、倍数法及其他方法，并最终运用适当的能动性方面的经验，得出了评估价值的一个数额或一个范围。

“价值评估还能成为艺术！”这是最近一期《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)上一篇文章的题目。这篇文章是以这样的提问开始的：“如果 2006 年你在通用汽车金融有限责任公司投资 1 亿美元，那么今天其价值会是多少？(A) 9 000 万美元，(B) 8 000 万美元，(C) 7 500 万美元，(D) 上述所有的价值。”正确的答案是 D。同时存在三种不同价值的一个理由是，2006 年会计是采用账面价值计价，2008 年会计是采用公允价值计价。另一个理由是，采用公允价值会计计量通用汽车金融有限责任公司中资产的价值，能得出三个不同的个人股权实盘。

为什么会形成三个不同的价值？答案是人们采用了不同的财务数据、时间范畴或其他因素。例如，某人的股权实盘需要 5 个输入数据才能评估得出其内在价值，当只有 5 个输入数据可以选择时，则只能有一个可能的答案。然而，当有 10 个参数可以选择时，则就可能有 252 个答案。因此，即使三个股权实盘采用相同的价值评估模型，但因其可能进行了其他不同的设定，出现相同的评估价值这样的巧合也会很小。当采用不同的评估模型时，问题就更复杂了。

那么，专业人员和咨询机构如何来对企业进行价值评估呢？从理论上讲，企业价值评估似乎只是以投资者所要求的回报率对企业预期现金流量进行折现的一个很简单的过程，但在实践中，因为有大量的价值评估模型和技术，所以企业价值评估是一项很复杂的工作。价值评估模型一般包括很多设定和参数。而每种评估模型和技术都有其自身的强项和弱项。因此，它们不能互相替换。除非另有情

况，否则你必须选择最合适的价值评估模型和技术。

与本领域内其他信息源的显著不同是，本书的撰稿者都就职于咨询和投资机构或学术机构，因此作者都是根据自己的实际经验来阐述如何评估企业或其他资产的价值。在本书中，这些最成功的专家们针对评估上市公司和非上市公司的价值提出了独到的见解。理论上，大部分价值评估从业者都同意“企业的价值取决于预期现金流的当前价值”这一理论。然而，他们对这一理论的实际运用却存在很大差异，在某种程度上，这取决于价值评估结果的用途。大量的为股票交易而进行的企业价值评估，与一个企业未来成长机会的价值评估或为一个牙科诊所出售进行的价值评估相比，它们遇到的挑战是不同的。因此，本书的重点是阐述如何评估企业的价值，并不仅限于价值评估过程中的一般理论。

本书囊括了世界上价值评估核心科目中许多优秀的从业者的独特见解。据我们了解，这些顶级的从业者将他们的思想汇集到一起供读者——你们——学习，尚属首次。在当今这一极其强调经济学的时代，业内人士需要重新思考涉及价值评估这一核心主题的许多假设和过程。本书可对此有所帮助。

本书的撰稿者

本书撰稿者包括以下几位。

阿肖克·雅培 (Ashok Abbott)	西弗吉尼亚大学
罗伯特·J·阿塔 (Robert J. Atra)	路易斯大学
丹尼斯·N·奥斯特 (Dennis N. Aust)	CharterMast 公司
阿尔扬·J·布劳威尔 (Arjan J. Brouwer)	阿姆斯特丹大学，普华永道公司
罗伯特·詹姆斯·西玛斯 (Robert James Cimasi)	Health Capital 咨询公司
托马斯·E·科普兰 (Thomas E. Copeland)	麻省理工学院
帕特·多尔西 (Pat Dorsey)	晨星公司
詹姆斯·L·格兰特 (James L. Grant)	JLG 研究中心、马萨诸塞大学 波士顿分校
本顿·E·格普 (Benton E. Gup)	阿拉巴马大学
威廉·J·哈斯 (William J. Hass)	TeamWork Technologies 公司联络部
罗伊·E·约翰逊 (Roy E. Johnson)	dba 公司战略研究中心
巴特利·J·马登 (Bartley J. Madden)	独立研究员，曾就职于瑞士信贷 银行
威廉·F·马奥尼 (William F. Mahoney)	价值评估争议研究中心

斯坦利·L·波洛克 (Stanley L. Pollock)	专业服务机构咨询中心
谢波德·G·普赖尔 IV (Shepherd G. Pryor IV)	TeamWork Technologies 公司 升学考试支持部
兰德尔·肖斯泰格 (Randall Schostag)	明尼苏达州企业价值评估集团
安德鲁·G·萨瑟兰 (Andrew G. Sutherland)	斯特恩·斯图尔特咨询公司
加里·K·泰勒 (Gary K. Taylor)	阿拉巴马大学
罗利·托马斯 (Rawley Thomas)	LCRT 公司
大卫·特雷纳 (David Trainer)	New Constructs 研究中心
马克·C·于贝尔哈特 (Mark C. Ubelhart)	休伊特咨询公司
杰弗里·R·威廉姆斯 (Jeffrey R. Williams)	卡内基·梅隆大学
杨丹丹 (Dandan Yang)	LCRT 公司
马克斯·苒婉妮 (Max Zavanelli)	ZPR 投资研究中心
托德·A·齐格容 (Todd A. Zigrang)	Health Capital 咨询公司

每章精要

显然，本书的内容是关于企业的价值评估——上市公司、非上市公司、缺乏流动性的公司、新成立的公司及其业务部门的价值评估。本书涵盖具体的方法、研究的过程和作为咨询机构所遭遇的挑战。本书对事物内在性质的剖析，适用于投资公司筛选股票的证券分析师和将这些股票组成多种投资组合的投资经理，也适用于在竞争激烈的经济环境中为股东谋求财富的企业管理人员。

本书可分成四个部分。

1. 价值评估，企业基于价值评估的经营、管理和控制要素。
2. 剩余收益。
3. 现金收益和净现金流的价值评估方法。
4. 特殊的企业价值评估、流动性和其他内容。

本顿·E·格普的第1章“理解企业价值评估模型的两个概念”。针对少数企业自上而下的方式可以检测出影响企业产品和服务需求的最主要因素，企业的经营环境、经济活跃程度和行业因素（包括行业生命的周期）都是企业不能控制的，却可以成就或损毁一个企业。而自下而上的方式可以利用庞大的数据库优势和定量分析的技术来评估企业的内在价值。

第2章“价值评估的优势：利用规范的方法”，威廉·J·哈斯和谢波德·G·普赖尔IV从历史和战略的角度阐述了对价值的管理。他们建议避免过于简单的价值

解决方法，并介绍了许多后续章节中包括的方法。

巴特利·J·马登在第3章“运用系统性分析进行股票的价值评估”中，阐述了建立投资现金流收益率（Cash Flow Return on Investment, CFROI）的生命周期价值评估模型时的5个关键选择。这些选择强调企业记录中计量的精确度，强调折现率的分配取决于预测企业未来现金流时所应用的方式。

读者们可能都希望仔细阅读托马斯·E·科普兰的第4章“评估模型的比较”，罗伯特·J·阿塔与罗利·托马斯的第5章“自动化现金流折现模型的建立”。科普兰在如何评价价值评估模型这一重要问题上提出采用市场价格收敛法的模型定价对投资组合管理来说是最好的，而且，如果模型定价的目标是为了尽可能地靠近市场公允价格，此时模型的拟合度是最好的。科普兰提供了一个很大的样本，并使用专家评价系统进行价值评估，得出了经验性的评价结果。这一评价结果与阿塔和托马斯的自动化现金流折现模型得出的结果是相似的。

面对价值评估模型已经太多的现状，有一整套不变的衡量模型的精确度、有效性和预测能力的方法，应该是一件好事。而且，如今已经可以发挥计算机的强大功能来处理这些大量的基础数据库。

在与第4章和第5章内容相关的第15章“证券投资组合的价值评估：利用自动化价值评估模型遇到的挑战与机遇”中，兰德尔·肖斯泰格回顾了以往非上市公司价值评估中合规的案例。兰德尔提出，采用自动化技术评估方法，能够在按市场定价方式之外提供按模型定价的这种很有成本效益的方式。其实，传统的集中大量人力的价值评估方法，在使投资组合中大量的证券遵守美国财务会计准则（Financial Accounting Standards, FAS）157号的同时，又要使成本尽量合理，是完全不切合实际的。各种论述文章已经对按模型定价和按市场定价哪一种更适合投资者做出决定进行了建议性的阐述。按市场限制债务延期的股权要求定价，可能给银行提供一个有喘息机会的解决办法，而这一办法比为投资者决策胡编一个所谓的核心信息披露要好得多。

罗伊·E·约翰逊的第6章“基于价值评估的财务分析的精髓”，阐述了在财务管理中如何实际运用模型中的价值控制因素来达到重视焦点和简化工作实际操作目的。这样的工作调整在为获取完美结论工作中能提高效率5%~10%。只有收益利润超过资本成本时，销售增长才能增加股权价值。与传统的资本预算程序不同，罗伊还得出的结论是：“企业的重大计划（例如，某项实施中或战略中初期的重要方案）需要完成最低层次的应该进行的基于价值的分析。”“对于任何系统的考量都在于其整体的表现。”抛弃内部收益率（Internal Rate of Return, IRR）和现金流折现（Discounted Cash Flow, DCF）模型分析的刻板方式吧！把你的精力集中在经营战略方案和工作的覆盖方面。

本书第2部分（第7~9章）提出了关于剩余收益的3个互补的观察方式。本

顿·E·格普和加里·K·泰勒在第7章“剩余收益和股票价值评估的技术：与你所应用的那一个模型有关吗”中总结了所有在数学计算上结果相等的模型。因此，对这些模型的选择仅是个人的偏好。

大卫·特雷纳在第8章“价值评估的最新工具：为投资者群体提供更好的投资决策工具”中，详细阐述了 New Construct 分析分别用于最具风险股票和最具投资吸引力股票的方法。这些方法以综合的财务数据来评估真实的经济盈利，与传统的依赖财务报告中会计利润对企业盈利进行判断有所区别。另外，动态的 DCF 模型能够量化内含在股票价格中的未来现金流量。作者对这一框架做了完全透明和全面的阐述。

詹姆斯·L·格兰特的第9章“股票价值评估的经济利润方法”，提供了关于经济利润的价值评估非常有可读性且很详细的解释。这一章包括增长恒定的和增长变动的两种 EVA[®] 价值评估模型，并为学习权益价值评估概念和计算方法的学生和专业人士提供了若干计算范例。詹姆斯还指出了权益价值分析中经济利润方法与 FCF 方法之间的等价性。重要的是他还指出，价值评估结果对输入数据的假设，如资本成本和获得经济利润的时间期限长度，是高度敏感的；他还提供了实际操作中经济利润价值评估应用时的一些观点。

第10~12章组成了本书的第3部分，这一部分是关于现金流收益和净现金流的价值评估模型。

尽管股权价值的概念已经是广为流传的时髦语言，但在徒有其表的价值管理计划中，这一概念经常被仅注重其认定结果的企业管理层所拒绝、忽视和抛弃。丹尼斯·N·奥斯特在第10章“企业管理层需要的价值评估：结束理论和实践之间的断裂”中，将这些现象归结于过分追求理论的纯粹性而忽视了现实中的效益。他提出对这一问题极好的解决办法是，运作一个经过精简的价值评估模型，引导在处理中仅关注几个有限的关键的企业价值控制因素：现金收益、折旧的资产（固定资产）和不折旧的资产。综合这3个结合了企业资产负债表的控制因素，以保证企业实现高于资本成本的收益。丹尼斯的解决方案使评估模型中遇到任何复杂问题都被控制在一个架构之中，与此同时，保持了企业文化中驾驭财富创造的行为所必需的正确度。

罗利·托马斯和罗伯特·J·阿塔的第11章“企业生命周期收益的价值评估系统”。在该章的附录里，将投资者的市场衍生的实际折现率与传统的 CAPM 资本成本进行了比较。

帕特·多尔西的第12章“晨星公司的股票分析方法和对股票价值的评估”，讲述了业内显赫的公司——晨星公司所采纳的价值评估方法的操作细节。“护城河”（Moat）这个概念值得本书的学习者深入研究，因为这一概念将价值评估置于行业竞争状态的战略背景之下。“护城河”一词可以与 Stern Stewart 公司 EVA[®] 中的“T”

水平线及卡拉德-马登联合公司（Callard Madden Associates, CMA）所使用的现金收益的衍生词“渐变”（fade）率进行仔细比较。

特殊的企业价值评估、流动性和其他话题，是本书第 4 部分也是最后一部分的基本内容。

安德鲁·G·萨瑟兰和杰弗里·R·威廉姆斯的第 13 章“实物期权定价：基于竞争战略的分析”，提出了企业财务中日益受到重视的一种分析方式的应用。这一章概述了作者所设计的许多价值评估的方法，从而提高了读者对企业与实物期权有关的战略空间及所受限制的理解。实物期权的操作是通过在价值评估中注入竞争战略的观点，并采用了多种确定投资价值的评估途径，因此能得到很好的结果。

马克斯·苒婉妮的第 14 章“GRAPES：一种股票定价理论”，详细地阐述了获得成功的筛选股票和建立投资组合途径的方法及其成效。GRAPES（Growth Rate Arbitrage Price Equilibrium System）即增长率套利定价均衡系统。对市场定量研究感兴趣的人应该阅读本章的内容。作者关于股票定价的新理论，经 40 年后第一次提出，适用于一般情况下的资产定价、非上市公司的价值评估及购并时的价值评估。

罗伯特·詹姆斯·西玛斯和托德·A·齐格容的第 16 章“医疗保健诊所行业的价值评估”与斯坦利·L·波洛克的第 17 章“牙科诊所的价值评估”，阐述了医疗保健行业个人所有的服务机构价值评估十分专业的细节。这些主要依靠个人能力的、受相关法律监管的个人所有的医疗诊所与上市公司是截然不同的。在学术的视野的领域与现实世界、实践应用的领域之间架起桥梁，应该是价值评估行业的长期目标。

阿肖克·雅培的第 18 章“缺乏销售性及流动性时折价的计量”，通过测度受到限制的交易的折现率，放松了传统的关于有效市场的学术假定。随着全世界范围内的市场溶解和冻结的出现，对专业执业者、法规制定者和政治家而言，对市场较深的经济理解已经变得极为重要。

在当今社会，人人都知道信息经济中人与知识产权的重要性。然而，了解其重要性和准确地评价其结果二者是有极大区别的。马克·C·于贝尔哈特的第 19 章“人力资本对企业业绩和价值影响的经济观察”，启用了翰威特公司独有的包含了美国 2 000 万名员工信息的专用数据库。翰威特公司的研究证明核心员工从一个企业跳槽至另一个企业，将导致后者股东财富的增加。留住最佳的业绩创造者，即留住能增加企业知识产权者，已经成为企业最优先的战略。由于缺乏相当于通用会计准则那样的人力资源报告原则，本章向投资者、企业的管理层和董事会及正在寻求提高价值评估技术的专业研究人员，论证了企业如何才能应用标准的计量方式来强调这一优先战略。

阿尔扬·J·布劳威尔和本顿·E·格普的第 20 章“EBITDA 的地位：虽然已经降低，但没有被完全排斥”，调查了欧洲最大资本市场上一些公司应用 EBITDA

的情况，也讨论了这一衡量标准的优缺点。随着国际财务报告准则在美国获得了越来越多的应用，这一章的内容将与美国的分析师越来越相关，因为他们必须为越来越多的可替代业绩衡量标准如 EBITDA 那样的衡量标准的财务报告做准备。

威廉·F·马奥尼的第 21 章“使投资者关系的功能最大化”，将本书很多章节的内容与企业向投资者的信息传递联系在了一起。最重要的是，马奥尼建议企业的投资者关系专职人员，应将其角色从简单的公共关系服务者转变为长期观察投资市场的专家。由于对投资者行为、市场、多因素的量化分析及应用 DCF 的内在价值评估框架有了深刻领悟，投资者关系因此对其核心能力有了拓展，而这一核心能力是架设企业的股东财富创造目标与提供资本的投资者之间的桥梁所必需的。

罗利·托马斯、杨丹丹和罗伯特·J·阿塔的第 22 章“较低的风险与较高的回报：将稳态的帕累托分布与现金流折现相结合”，将 Benoit Mandelbrot 的厚尾分布研究和企业生命周期现金流的折现结合了起来。在本章中，作者颠覆了传统的结论，以稳态帕累托分布中的 α 峰值参数替代标准离差作为主要的风险衡量指标。较低的风险和较高的回报是购入价值被低评的股票和卖空价值被高评股票的结果。而购买被恰当确定价值的股票实际上风险是增加了。因此，将本章关于新的风险衡量指标的结论和第 11 章所论述的根据市场所推导出的实际折现率结合在一起，就创造了一个可替代传统的 CAPM 的理论。

当你阅读本书之后，你将可以在以下的个人决策中实际应用本书作者们各种极有洞察力的见解。

- 你的投资组合：你使用的是消极的还是积极的方法？如果是积极的方法，你是否只采用了分析价格的方式？
- 你的公司：如果你打算出售公司，公司的价值应该是多少？怎样才能使你的公司更有价值？

本顿·E·格普
罗利·托马斯

目 录

第 1 章

理解企业价值评估模型的两个概念 1

本顿·E·格普

自上而下/自下而上的分析.....	1
生命周期.....	5
企业.....	8
本章小结.....	8
注释.....	9

第 2 章

价值评估的优势：利用规范的方法 10

威廉·J·哈斯 谢波德·G·普赖尔 IV

不同的人将得出不同的价值评估结论.....	11
传达价值的方式能显示出对价值创造的承诺.....	13
分析师要注意：曾经成功的上市公司也会迷失方向.....	15
基于价值的奖励方式.....	16
非上市公司的评估技术取决于拥有多少数据.....	23
价值评估结果将因数据的完整程度而不同.....	24
企业财务理论和企业价值.....	27
企业的价值优势始于其基本经营单元的水平.....	29
价值瀑布图可确定价值的创造者和价值的损坏者.....	30
更好的价值评估框架将提供规则.....	31
价值管理进程的 4 个步骤.....	32
参考文献.....	35

第 3 章

运用系统性分析进行股票的价值评估 37

巴特利·J·马登

选择 1：系统性分析.....	37
选择 2：企业竞争的生命周期.....	39